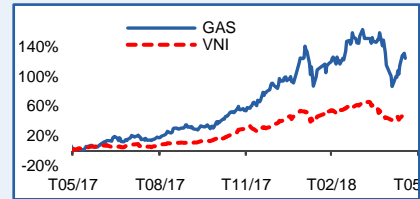


Tổng CT Khí Việt Nam (GAS) [PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG -5,2%]

Cập nhật

Ngành:	Tiện ích		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	24/05/2018	Tăng trưởng DT	9,3%	14,2%	16,4%	2,9%
Giá hiện tại:	113.300 VND	Tăng trưởng EPS	34,8%	14,8%	4,9%	9,0%
Giá mục tiêu:	103.500 VND	Biên LN gộp	23,3%	23,6%	22,1%	23,8%
Giá mục tiêu trước đây:	131.600 VND	Biên LN ròng	14,8%	14,9%	13,4%	14,2%
TL tăng:	-8,7%	EV/EBITDA	15,2x	13,1x	12,8x	12,5x
Lợi suất cổ tức:	3,5%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	14,5x	15,8x	14,9x	15,4x
Tổng mức sinh lời:	-5,2%	P/E	23,1x	20,1x	19,2x	17,6x



GT vốn hóa:	9,5 tỷ USD		GAS	*Peers	VNI
Room KN:	167 triệu USD	P/E (trượt)	22,6x	21,5x	18,0x
GTGD/ngày (30n):	3,9 triệu USD	P/B (hiện tại)	4,9x	3,1x	2,7x
Cổ phần Nhà nước:	96%	Nợ ròng/CSH	-45,7%	3,4%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	1,91 tỷ	ROE	23,8%	13,7%	15,2%
Pha loãng	1,91 tỷ	ROA	16,2%	8,5%	2,4%
Fully Diluted Shares:	1.91 bn	ROA	16,2%	8,5%	2,4%
PEG 3 năm	1,2	* Bao gồm CT cùng ngành nước ngoài với hệ số điều chỉnh			

Tổng quan công ty:

GAS là công ty độc quyền ngành khí Việt Nam, cung cấp khí đầu vào cho 100% nhà máy điện khí, 70% nhà máy sản xuất ure và 100% khu công nghiệp trong nước. Công ty cũng có thị phần 70% trong lĩnh vực bán buôn LPG.

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng

Giá đầu vào bất ngờ tăng ảnh hưởng đến triển vọng dù giá dầu thô vẫn ở mức cao

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 21,4% giá mục tiêu dành cho Tổng CT Khí Việt Nam (GAS) do giả định chi phí khí đầu vào tăng gấp đôi cho Lô 11.2 (khoảng 10% sản lượng của GAS) từ ngày 01/01/2019, tiến độ chậm tại các dự án mới và phần bù rủi ro cao hơn. Chúng tôi cũng ghi nhận mức chiết khấu 5% cho rủi ro gia tăng tại mỏ khí Phong Lan Đại.
- LNST cốt lõi 2018 ước tính tăng trưởng 29,5% so với cùng kỳ (YoY) do sản lượng bán cao hơn 5,4% và mức tăng 4,0-15,5% YoY trong giá dầu nhiên liệu và giá dầu LPG.
- Lợi nhuận các năm 2019 và 2020 sẽ ổn định với tăng trưởng sản lượng 3%/năm. Mỏ Phong Lan Đại đi vào hoạt động vào cuối năm 2018 và nhà máy xử lý khí Cà Mau sẽ giúp bù đắp cho mức tăng giá đầu vào tại Lô 11.2.
- GAS hiện đang giao dịch với P/E trượt 22,6 lần, cao hơn một ít so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Đơn vị điều hành Lô 11.2 đề xuất tăng gấp đôi giá khí. PetroVietnam gần đây đã xin phép Bộ Công Thương và Chính phủ tăng giá khí Lô 11.2 từ 2,38USD/MMBTU lên 6,57USD/MMBTU từ ngày 01/01/2018. Điều này sẽ có lợi cho các công ty điều hành mỏ (Hàn Quốc và PVN) vì dự kiến sản lượng mỏ khí chuẩn bị đi vào hoạt động thấp hơn nhiều so với ước tính trước đây. Chúng tôi cho rằng phần giá khí đầu vào tăng thêm sẽ được chuyển hoàn toàn sang EVN. Tuy nhiên, GAS không còn được hưởng chênh lệch giữa giá đầu vào và giá đầu ra vì với giá dầu 80USD/thùng, GAS có thể hưởng spread khoảng 2USD/MMBTU khi giá trên bao tiêu bán cho các nhà máy điện khoảng 4,8USD/MMBTU. Chúng tôi giả định giá khí tăng có thể khiến lợi nhuận của GAS giảm 10% từ ngày 01/01/2019 trở đi.

Tiến độ các dự án dài hạn chậm hơn so với dự kiến. Ban lãnh đạo dự kiến sẽ đưa kho cảng nhập LNG Thị Vải vào hoạt động cuối năm 2022, muộn hơn một năm so với giả định của chúng tôi. Ngoài ra, mỏ khí Sư Tử Trắng, một dự án thượng nguồn mà GAS góp 25% vốn, cũng không có tiến triển đáng kể.

Rủi ro tại mỏ Phong Lan Đại gia tăng. Chúng tôi dự báo mỏ khí mới này sẽ đi vào hoạt động đầu năm 2019. Tuy nhiên, rủi ro gia tăng có thể ảnh hưởng đến triển vọng dự án. Trữ lượng mỏ ước đạt 3 tỷ m³, qua đó giúp sản lượng khí trên bao tiêu bán cho các nhà máy điện (mảng có biên lợi nhuận cao nhất) tăng thêm khoảng 25% trong các năm 2019-2021.

Chúng tôi giả định giá dầu nhiên liệu 2018 tăng 15% so với năm 2017 thay vì 5% như trước đây. Giá dầu nhiên liệu (thường được dùng để tính giá khí) tăng tiếp 16,6% trong Quý 1/2018. Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định giá dầu Brent năm 2018 lên 68USD/thùng từ 65USD/thùng trong báo cáo cập nhật trước.

Thái độ trung lập đối với việc điều chỉnh cách tính giá khí dưới bao tiêu và phí vận chuyển đường ống Cửu Long. Chúng tôi cho rằng phần lợi nhuận tăng thêm từ việc điều chỉnh cách tính giá khí sẽ được đưa vào ngân sách nhà nước, trong khi phí vận chuyển đường ống Cửu Long sẽ được giữ nguyên.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Doanh thu thuần	64.570	73.713	85.826	Tiền và tương đương	13.672	20.151	18.430
Giá vốn hàng bán	-49.534	-56.323	-66.857	Đầu tư TC ngắn hạn	13.407	13.407	13.407
Lợi nhuận gộp	15.036	17.390	18.969	Các khoản phải thu	4.939	5.638	6.565
Chi phí bán hàng	-1.168	-1.328	-1.546	Hàng tồn kho	1.651	1.890	2.261
Chi phí quản lí DN	-2.361	-2.549	-2.968	TS ngắn hạn khác	4.549	5.164	6.003
LN thuần HĐKD	11.507	13.513	14.455	Tổng TS ngắn hạn	38.218	46.250	46.665
Doanh thu tài chính	1.096	1.102	1.257	TS dài hạn (gộp)	51.126	55.365	68.152
Chi phí tài chính	-304	-526	-946	- Khấu hao lũy kế	-29.239	-32.210	-35.182
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-280</i>	<i>-430</i>	<i>-724</i>	TS dài hạn (ròng)	21.888	23.155	32.970
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-3	-3	-3	Đầu tư TC dài hạn	92	92	92
Lợi nhuận/(chi phí) khác	119	-	-	TS dài hạn khác	1.588	1.588	1.588
LNTT	12.415	14.087	14.763	Tổng TS dài hạn	23.568	24.835	34.650
Thuế TNDN	-2.621	-2.817	-2.953	Tổng Tài sản	61.786	71.085	81.315
LNST trước CĐTS	9.846	11.269	11.811	Phải trả ngắn hạn	2.315	2.632	3.125
Lợi ích CĐ thiểu số	-266	-269	-271	Nợ ngắn hạn	1.737	2.380	1.383
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	9.580	11.001	11.539	Nợ ngắn hạn khác	6.879	7.641	8.819
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh	8.493	11.001	11.539	Tổng nợ ngắn hạn	10.931	12.654	13.326
EBITDA	14.171	16.485	17.427	Nợ dài hạn	7.311	12.380	18.740
EPS cơ bản báo cáo, VND	4.907	5.634	5.910	Nợ dài hạn khác	384	384	384
EPS cơ bản điều chỉnh, VND	4.339	5.634	5.910	Tổng nợ	18.626	25.418	32.450
EPS pha loãng hoàn toàn, VND	4.339	5.634	5.910	Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-
TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F	Vốn cổ phần	19.139	19.140	19.140
Tăng trưởng				Thặng dư vốn CP	189	189	189
Tăng trưởng doanh thu	9,3%	14,2%	16,4%	Lợi nhuận giữ lại	7.011	9.399	12.325
Tăng trưởng LN HĐKD	36,0%	17,4%	7,0%	Vốn khác	15.073	15.073	15.073
Tăng trưởng LNTT	36,2%	13,0%	4,8%	Lợi ích CĐTS	1.748	2.017	2.288
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	34,8%	14,8%	4,9%	Vốn chủ sở hữu	43.160	45.667	48.865
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	61.786	71.085	81.315
Biên LN gộp %	23,3%	23,6%	22,1%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ tỷ đồng	2017A	2018F	2019F
Biên LN từ HĐ %	17,8%	18,3%	16,8%	Tiền đầu năm	13.537	13.672	20.151
Biên EBITDA	21,9%	22,4%	20,3%	Lợi nhuận sau thuế	9.580	11.001	11.539
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	14,8%	14,9%	13,4%	Khấu hao	2.664	2.972	2.972
ROE %	23,8%	25,9%	25,6%	Thay đổi vốn lưu động	3.828	-473	-467
ROA %	16,2%	16,6%	15,1%	Điều chỉnh khác	-1.093	217	496
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	14.979	13.716	14.541
Số ngày tồn kho	12,2	12,2	12,3	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-2.527	-4.239	-12.787
Số ngày phải thu	27,9	27,9	27,9	Đầu tư, ròng	-6.236	-3	-3
Số ngày phải trả	17,1	17,1	17,1	Tiền từ HĐ đầu tư	-8.763	-4.242	-12.790
TG luân chuyển tiền	23,0	23,1	23,2	Cổ tức đã trả	0	-8.612	-8.613
Thanh khoản				Tăng (giảm) vốn	0	1	0
CS thanh toán hiện hành	3,5	3,7	3,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-8.929	6.950	5.363
CS thanh toán nhanh	3,3	3,5	3,3	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	10.446	-1.237	0
CS thanh toán tiền mặt	1,3	1,6	1,4	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	-191	-444
Nợ/Tài sản	0,1	0,2	0,2	Tiền từ hoạt động TC	-6.080	-2.995	-3.472
Nợ/Vốn sử dụng	0,2	0,2	0,3	Tổng lưu chuyển tiền tệ	135	6.479	-1.721
Nợ/Vốn CSH	-0,4	-0,4	-0,3	Tiền cuối năm	13.672	20.151	18.430
Khả năng thanh toán lãi vay	41,1	31,4	20,0				

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thùy Dương, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.